

编者按：2017年5月23日，由中国世界经济学会、《国际经济评论》编辑部举办的“特朗普执政后美国经济新趋势与十九大前后中国经济新常态”主题研讨会在北京举行。著名经济学者、专家与会，围绕特朗普执政后的美国经济与政策走势以及十九大前后中国经济与政策走势两个议题进行了讨论，阐述了观点。现刊出发言者本人审定的观点。

特朗普执政后美国经济新趋势与 十九大前后中国经济新常态

张明 钟伟 程实 汪涛 陈兴动 殷剑峰 何帆 张斌

张明（中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员）

大家好！我是本次会议的主持人张明。半年之前，我们在2016年12月组织过第一次中美经济讨论会。在当时的讨论会上，大家既形成了一些共识，也存在着不少分歧。现在特朗普已经上台，其团队的经济政策也已经亮剑。因此当前再来讨论美国经济，会很有意思，可以检验我们2016年底做出的判断正确与否。

我先列出当前学界与市场针对美国经济五个最为关注的问题。第一，如何看待美国经济在2017年的短期走势，特别是第一季度美国经济增长低迷会不会影响全年经济增速？第二，美联储2017年的货币政策走势，2017年究竟会加息几次，美联储在2017年底会不会开始缩表？第三，如何看待特朗普的财政扩张政策？至少从目前来看，特朗普政府废除奥巴马医疗法案以及减税的努力在国会都遭遇了一些挫折。第四，美国股市的未来走势如何。目前美国三大股市指数均处于历史最高点，在2017年下半年是否会发生重大调整？股市的调整是否会通过财富效应的渠道冲击美国消费？股价大跌是否会引发新的金融风险？第五，如何看待中美的百日谈判期，谈判期之后中美的双边博弈会如何演化？我们应该对未来的中美冲突前景保持乐观还是保持警惕？

钟 伟（北京师范大学经济与工商管理学院金融系教授）

在2016年底关于中美经济前景讨论中，我们指出三点：一是全球治理碎片化，开放合作共享理念面临挑战，世界经济并没有强而有力的复苏趋势；二是中国经济延续缓中趋稳、稳中向好的迹象，美国及中国经济增长有其韧性，不必过于悲观；三是无论稳汇率还是稳外储都属于既有政策成本也有收益的权衡选择，短期看改革人民币汇率形成机制，争取形成“汇率走廊”，清洁浮动仍是值得追求的长期目标。从当下回顾半年前，结论并无不妥。当下中美经济运行呈现了一些新特点：一是以中美经济回稳为引领，全球经济逐渐弥合产出缺口，回归长期增长趋势线；二是以美联储退出量宽之后主动加息甚至缩表为引领，全球流动性逐渐从非常态回归常态，金融自由化也遭遇质疑；三是次贷危机后迅速膨胀的资产价格，将在增长和流动性的压迫下再定价，其中美国股市和中国楼市的调整风险较大。

我们面临一个危机后回归新常态、缺乏增长新动能的平庸期，中国有可能遭遇内外部风险：外部风险是特朗普政府政策不确定性带来的中美能否有效管控分歧和摩擦的风险，美联储加息缩表的紧缩外溢风险以及“一带一路”如何做实等挑战。内部风险是如何引导供给侧改革落地，释放楼市泡沫，以及货币、监管和汇率“三重趋紧”带来的去杠杆风险。

（一）经济增长回归长期均值：弥合产出缺口的平庸复苏

次贷危机至今的十年，美国经济率先复苏，全球经济也呈现出告别系统性危机之势。概括而言，当下主要经济体的经济增长呈以下特点：这是一次当期增长率向长期均值的回归；这是一次不寻常的在资产价格泡沫化背景下的金融常态化回归；这是一次缺乏可持续、新动能的平庸回归。

第一，美国经济的修复较为充分，特朗普政府有可能带来经济复苏的加速。就增长而言，美略高于2%，是近15年来的均值水平，通胀率也处于长期均值并略有上升压力，经常项目逆差和年度财政赤字已显著改善，就业状况甚至好于次贷危机前。特朗普政府的一系列经济政策有可能加速复苏进程。中国经济也不例外，以往的经验是中国经济滞后于美国约六个季度，如果将2014年3-4季度作为美国经济复苏明朗化和美联储退出量宽的起点，那么大致在2016年1-2季度中国经济也可能回稳。事实上，2016年二季度以来，中国经济增长稳中趋好，逐渐摆脱通货紧缩困扰，工业企业盈利能力持续改善。中美经济在次贷十年之后，有可能引领全球经济摆脱系统性危机。

第二，如果我们认同中美经济的韧性，那么对2016年三个经济体的回稳，以及2017年可能出现的一些现象，就不会视为“黑天鹅”。2016年，俄罗斯、巴西和土耳其的经济增长、汇率和股市的表现出乎意料得好。我们认为2017年的欧元区和日本的表现可能好于预期。其根本原因可能在于，这些经济体有可能摆脱了系统性风险的阴影，开始蹒跚地向增长的长期均值回归，一些最糟糕的经济体逐步解除了危机警报。

第三，尽管产出缺口开始弥合，但中美引领的仍是缺乏新动力的新平庸增长平台。仍以美国经济增长为例，就经济增长而言，长期增长趋势线约在3.2%，美国经济增速从1990年代的4.3%降至当下的略高于2%，除非我们认为美国经济潜在或内生增长率在2.5%，否则从长期增长看，美国可能还存在负的产出缺口，通胀威胁并不严重。而从劳动参与率、起薪水平看，劳动力市场也仍然存在改善空间。对中国经济当下产出缺口是正还是负、面临多大的通胀威胁，决定了央行加息缩表的节奏。在我看来，中美两国经济可能都仍处于负缺口状况；从通胀压力看，国际能源署（IEA）估计，欧佩克（OPEC）限产协议执行的不力、美国油气产能的释放和全球化石能源需求的低迷，将使得石油持续供过于求的格局；如果观察对中国CPI影响巨大的猪肉价格，从猪粮比看猪肉价格有持续下行空间。在世界经济缺乏持续的新增长动能的时候，如何维持增长仍是各国的核心目标，这决定了流动性常态化不必太急促。

综上所述，中美经济引领全球经济走出系统性风险的威胁，主要经济体重新回归其增长的长期均值，一度最为危急的经济体的经济表现陆续改善。当下中美经济是否已消除产出缺口或面临正缺口，是否面临通胀威胁，对此争议尚存。

（二）货币及监管政策回归常态：美联储加息缩表将有强烈外溢

在全球增长呈均值回归时，金融调控领域也发生了变化。概括而言，这是全球流动性回归常态的进程，这是货币政策和监管政策双双趋紧的进程，这是美联储加息缩表可能带来不确定性外溢冲击的进程。

第一，特里芬约束强而有力，全球流动性在回归常态。如果我们观察全球外汇储备的变动，而不局限于中国外汇在过去两年多减少了1万亿美元，则不难得出，在美联储退出量宽和逐渐加息之后，全球流动性趋于收敛。或者说流动性常态化始于2014年底，而不是当下。全球外汇储备总量的变化，主要取决于美国国际收支。21世纪以来直到2014年，美国贸易逆差的持续扩大，使德国、资源国、外向型新兴国家的外汇储备普遍上升，不唯中国。同样地，随着美国经常项

目逆差的显著收缩，全球主要经济体的外汇储备水平下降，也不唯中国。美元收缩时，我们不能指望外储能避免逐渐收敛之势。

第二，货币和监管双收紧，金融自由化浪潮不再。2014年底以来，美联储经历了从退出量宽、到观望犹豫中加息、再到明朗化加息和表达未来收缩资产负债表的意愿，而国际货币基金组织（IMF）等国际组织对金融监管松懈也表达了忧虑，以借贷俱乐部（lending club）为代表的互联网金融企业在美国市场明显表现不佳。在中国，人们则持续关注宏观审慎、货币和监管双紧给经济和金融带来的冲击。2016年底以来，人民币汇率回稳和利率回升是主调，尽管中国央行真正的缩表需要在资产端缩减外储，负债端缩减外汇占款，法定存款准备金率逐渐下调为主要标志，但是政府财政性存款的减少以及金融去杠杆带来的同业存款的减少，仍可能给中国不少金融机构带来缩表压力。考虑到主要经济体产出缺口在收敛，因此货币和监管双紧带来的冲击将是不对称的，即对实体经济影响相对较小，而对金融体系自身影响较大。在全球都重新寻找锚货币、寻找有效的金融监管框架、寻找稳定本国金融体系的举措时，美元的国际地位将在次贷危机十年后重新变得更加重要。

第三，美联储加息缩表的节奏，决定了其外溢效应的强弱。当下要预测美联储的加息节奏并不易。通常预期在2017年内仍有2次，2018年另有3次加息。这种预期意味着2017和2018年底，联邦基金利率可能达到1.25%和2%。当下美国利率收益率曲线非常平坦，其中2年期和10年期国债的收益率分别为1.28%和2.25%，两者之间的息差是2016年10月以来最小的。收益率曲线的平坦化意味着投资者并不太看好美国经济增长，也不太担忧通胀。平坦化还意味着美元指数经历了特朗普冲击之后，渐渐平稳下来，如果美联储推动利率短端迅速上升，可能会使得利率长端承压更大。缩表也是如此，美联储如果真的试图收缩其4.5万亿美元左右的资负表，就必须给出缩表目标和路径：阶段性缩表目标规模是2万亿、3万亿还是其他？缩表手段是出售国债还是MBS？在我们看来，耶伦任期结束之前，象征性触动作为伯南克政治遗产的联储资负表是可能的，但未必会举措激烈。美联储加息和缩表节奏的外溢，并不像短期内推动中国央行也加息缩表，或欧央行告别负利率和量宽那么简单。回顾美联储最近的两次持续加息进程，分别是1994年和2004年，加息持续3-4年之后迎来了东亚危机和次贷危机。美联储带来的主要货币再定价和国际资本再流动的风险，往往使得国际金融体系的薄弱部位，在外溢冲击下酿就危机。

综上所述，我们认为美联储已在引领全球流动性回归常态，货币政策和监管政策重新变得审慎，就像2016年底人们对强势美元预期过满一样，当下我们也可能对美联储加息缩表的前置条件性预期过满，对其负外部性预期不足。

（三）资产价格蕴含调整风险：美国股市和中国楼市面临挑战

在产出缺口逐步消除、经济增长回归常态时，在货币和监管逐步收紧、流动性的量价回归常态时，必然会带来另外一个调整，即资产价格如何回归常态？我们缺乏足够证据的直觉是，美国股市和中国楼市将面临挑战。

第一，次贷危机之后的货币宽松传导机制有变，可能带来货币退潮时冲击的不对称。以往货币宽松，将带来产出缺口收缩和实体经济改善，继而带来通胀回升。次贷危机之后，货币宽松带来了实体经济的相当改善，同时带来了资产价格的显著回升，继而带来了通胀的温和回升。资产价格在货币冲击中似乎充当了流动性的蓄水池，带来了全球楼市、股市和债市等资产价格的膨胀。如果这种猜测成立，则流动性回归常态也将带来不对称影响，即加息缩表对增长和实体冲击较小，而对资产价格冲击较大。

第二，如果寻找异常偏离长期均值的资产价格时，美股和中国楼市可能首当其冲。就美股而言，其市盈率和市净率分别在约22倍和3.6倍，中国A股则分别为17倍和1.6倍；美股估值处于历史75%分位，而A股处于25%分位，次贷危机以来美股也许经历了除新经济时期之外最长的牛市，估值偏高，我们尤其对美国科技股缺乏信心。但投资者仍在期待特朗普减税和增加财赤的利好兑现。中国楼市则从2015年下半年开始经历了急剧的价格上升，有研究者认为中国楼市市值对GDP的比例高达410%，处于泡沫状态。我们则倾向于认为，中国楼市总体去库存不可能因为六个季度的销售大热而消除，仔细观察经过储蓄率修正后的房价收入比，和无风险利率对比的房屋租售比，以及在建面积和待售面积等多重指标后，我们认为中国楼市令人堪忧。过多的流动性在中美都酿就了泡沫，不是各种真真假假的科技创新泡沫，就是令人咋舌的资产价格泡沫。

第三，在增长、流动性和资产价格均逐渐回归常态时，今后数年中国经济所面临的主要风险，除了已指出的加息缩表风险、楼市泡沫风险之外，还有两大外部风险和两大内部风险。两个外部风险是“一带一路”的节奏风险和中美关系的不确定性风险，两个内部风险是供给侧改革之险和货币、汇率与监管“三紧”叠加之险。就外部风险而言，“一带一路”在不断地泛化，有被急切误读之险。在我们看来，“一带一路”不是对二战以来主要国际秩序的挑战，而是对其有益的

创新、补充和完善：“一带一路”不是中国对丝路沿线国家的双边机制，而是中国倡导、多国共建共享的多边框架；“一带一路”不是以亚投行或丝路基金为主全由中国输出国际发展融资，而是中国和已有的布雷顿森林体系机构、区域发展机构以及丝路沿线国家的金融机构共议共建的发展理念创新。如果“一带一路”被泛化可能会带来较多不必要的争执。中美关系在“习特会”之后平稳开局，但中美关系必将交织于平稳和波折之间，努力扩大交集，有效管控分歧在所难免。就内部风险而言，供给侧改革似乎有沦为行政权力主导下的进口替代型运动的风险，供给侧改革的落地途径需要明晰化。随着2016年二季度中国宏观经济趋稳至今，国内金融环境有可能呈现出货币紧、汇率紧、监管紧的“三紧”叠加，守住不发生系统性风险的底线，把握“三紧”的灵活节奏，不因“三紧”而引致中国金融不稳不活，变得日益重要。

总之，这是一个增长、流动性和资产价格都逐渐回归常态的时期，这是一个主要经济体产出缺口并未消除、缺乏总体新增长动能的时期，这也是资金和资产价格再定价和再配置的动荡期。努力排除风险、维持平庸增长仍是各国政策的不二之选。

张明：

总结一下钟伟老师的看法。他认为全球经济增速与流动性都会回归常态，这将导致各国增长差的收窄与全球经济的再平衡。他认为缩表进程将会比较缓和，并且担心美国股市与中国楼市的潜在风险。

程实（工银国际研究部主管）

我的关注集中于美联储加息、货币政策的力度，当然也会涉及美国经济的基本面和走势。

关于美联储加息节奏的看法，我可能不同意钟伟教授的观点。鉴于耶伦个人以往的鸽派色彩浓厚，市场不是高估了美联储加息，而是低估了美联储鹰派加息的程度。2017年美联储会加速加息，这是政策回归理性的选择。以下展开原因分析。

一是，美国经济基本面满足加速加息的条件。2017年美国第一季度“开门黑”，经济增速只有0.7%。其实，从2008—2016年，美国经济的开局都偏差，第一季度的季度增速均值是-0.09%，二季度到3%，三季度到1.8%，四季度约为1.4%。这是美国在十年危机期的季度增速走势，“开门黑”是普遍现象。0.7%并不代表美国经济基本面不太好。其实，美国经济长期内生增长动力是更好的指

标，即在季度指标基础上剔除库存、进出口、政府支出等三个短期的、易受波动的、源自外部的干扰因素。剔除三个于长期无益的干扰因素后，美国经济在第一季度的内生增速为1.87%。而在过去七十多年里，美国经济内生增长动力大约是2.3%~2.5%。美国经济内生增长动力比季均增长率要稳定得多。经过测算，过去两年里，美国经济内生增长动力恢复不错，从基本面来讲已经满足加息条件。

二是，就业市场适宜于加速加息的节奏。美国劳动力市场基本恢复自然失业率水平，最新的失业数据大约是4.2%。美国官方测算的失业率大约为5%，其实早在一年多前美国劳动力市场就已接近充分就业状态。市场关心的是非农就业数据。当失业率达到充分就业状态的自然失业率水平之前，宽松的货币政策有利于劳动力市场向好，此时非农就业数据维持在月均新增22万人。而当劳动力市场达到自然失业率水平后，非农就业数据月均水平会下降到18万人。因此，耶伦经常以非农就业数据表现较差为理由放慢加息，其实不是学术理由。测算美国的贝弗利奇曲线，宽松的货币政策只有在劳动力市场未达到充分就业状态时才有效，一旦达到充分就业，继续宽松货币政策会造成长期就业岗位消失，这是不愿意看到的坏局面。宽松货币政策相当于吗啡，在经济较差时有一定作用，当经济达到自然状态后，继续使用会有很大的副作用。

三是，美国产出缺口消失。宽松的货币政策会带来通胀效应和增长效应，2017年美国产出缺口已经接近消失，低速加息宽松的货币政策主要产生通胀效应，对美国经济并没有益处。当基准利率提升到1.5%~2%以前，货币政策本质上都是低利率的宽松政策。继续保持不正常的宽松货币政策于美国无益，加速加息是美国政策理性的回归。2015年12月美国加息时给出的2016年加息路线图是四次加息，结果只加息了一次；2016年加息时给出的2017年加息路线图是三次加息，这与市场判断一致。

关于美联储的加息争议不大。目前争议较大的是缩表，在美国基准利率达到温和通胀水平1.5%~2%之前，此时的缩表意义不大，不符合理性的政策节奏。政策成本最小化的节奏是，先把基准利率提到温和通胀水平1.5%~2%左右，再进行大规模缩表。根据测算，2017年年底之前，美联储任何的缩表行为都是尝试性的而非大规模缩表。大规模缩表将会发生在2018年，当然地方联储会有尝试性的行动。

特朗普行情越来越受到挑战，在市场上遭遇了很大的失败。关于特朗普的扩张性财政政策可行性和效果，如果能够按照目前相对较细的计划推出，对美国未

来十年的经济提振作用大约是1.2%。财政政策取得良好效果的前提是政策可行，从美国负债率、赤字的融资成本、政治博弈等角度，可以得出其所面临的挑战。考虑特朗普的扩张性赤字财政规模，按照美国每次提升9000亿美元赤字上限来计算，他需要在任期内11次调整国债上限。这基本上属于不可能，百年的历史梳理，要求特朗普排在第三位才行。因此，政治障碍非常大，还要加上难以估计的政策声誉损伤。特朗普的赤字财政政策，可以被比喻为带着枷锁在跳舞。舞步很好看，可是枷锁也是实实在在的。

张明：

程实的观点非常鲜明。他认为美国的经济复苏动力很强，因此美联储的加息和缩表都箭在弦上。2017年加息三次，2018年大规模缩表。当然，特朗普政府的政策行动还面临较大的政治障碍。

汪涛（瑞银亚洲经济研究联席主管）

特朗普执政之后美国经济和政策的发展可以主要从以下角度讨论。

美联储将进一步逐渐退出超常的货币宽松政策。瑞银全球团队预计2017年美联储将加息三次、2018年再加息三次，并在2017年12月开始对缩表有明确的表述。特朗普上台前美国经济已经处于一个长时间的复苏过程，内生动能持续相当时间，失业率已经降到很低的水平。而且特朗普计划推出减税、基建等财政刺激政策。所以，考虑到工资上涨、通胀压力可能会很快到来，美联储加息宜早不宜迟。当然，美联储加息的节奏仍然会根据经济数据随时调整。至于缩表，两年前美联储给市场较明确的加息中期目标，但之后“虚线”的点不断调整。本次缩表的表述方式可能有所调整——我们预期美联储可能比较早，比如2017年底，对启动缩表有一个态度和表述，开始启动，但对缩表的具体进程可能不会说得很明确，这个过程可能比较慢。

美元已经基本反映了市场对美联储政策的预期。之前市场对美联储加息力度预期并不如现在强，但美元却在2016年底迅速攀升。而虽然现在市场预期美联储加息三次，但美元反而一直在走弱。这两者的背离，一方面是与特朗普效应的消退、对特朗普政策失望的情绪有关，另一方面也与市场之前对于欧洲过于悲观的预期调整有关。汇率是多边因素的结果，不能只考虑美国。随着法国大选结束，之前弥漫欧元区的政治风险明显减弱。另外，2017年一季度欧洲经济增长比美国更为强劲，而欧洲的潜在增长率低于美国，因此市场认为欧央行可能会开始考虑收紧货币政策。随着对欧美央行预期差的缩窄，欧元开始走强。未来无论

是中美贸易谈判，还是美联储加息，每当我们考虑对人民币汇率的影响时，一定要考虑对美元本身的影响。如果美元走弱，即使有一定压力，对人民币的汇率贬值压力也会减弱。

美国的财政刺激。市场之前对美国的税改和基建方案抱以厚望，但是目前预期正在逐渐消退。我们认为美国财政政策包括税改的影响相对比较有限。从时间上来说，预期美国税改至少要到夏天以后才会讨论，而且税改的最后方案是什么样子、减税力度有多大还有相当的不确定性。因此税改对美国的影响相对有限，不过很难做出准确评价。税改方案还要经过参众两院各自通过之后协调，再和白宫的方案统一，最终的定稿难以预计。我们总体判断是，税改要么将大打折扣，要么会是暂时性的减税，对经济的刺激作用有限。其实，在美国产出缺口基本弥合的背景下，财政政策的拉动作用究竟能有多大，也是值得怀疑的。

目前看来，边境调节税不会成为税改的主要内容。保罗·瑞安（Paul Ryan）之所以把边境调节税放在税改方案里面，并不代表他骨子里反对贸易，而是将其作为融资的可选方式——以边境调节税弥补减税带来的赤字。而在边境调节税问题上，美国企业高度分化，因此通过的概率非常小。

税改本身，方案看似宏大，但是最重要的问题是如何才能不造成天量的财政赤字。当然，有人说减税能带来经济高速增长从而带来高税收，进而最终实现自我融资。但是，供给学派的这一说法在里根年代也并没有实现。如果减税方案找不到其他弥补措施来遏制财政赤字的巨额扩张，那么根据美国的法律税改将会是暂时性的——即十年之后自动过期。因此，税改的最终结果可能是以下两者之一：要么税改的力度大打折扣（比如企业税率降幅远低于目前给出的目标），控制财政赤字的攀升幅度；要么如同当年的小布什总统的税改，十年之后税改方案自动过期。两者对经济的提振作用都会相对有限。例如对于企业而言，如果十年内减税到15%、而到了十年后税率又回到25%，那么企业是否会劳师动众迁回国内、大规模扩大投资，就存在很大的不确定性。

中美贸易百日谈判。在“习特会”的一个月后，双方已经公布了一些阶段性成果，百日后还会再公布成果，一年内还要继续谈。我觉得最大的成果就是中美双方坐下来谈判，而没有马上发动贸易战。从中美立场来看，美国商务部看重双边贸易逆差，自中国的农产品出口、转基因种子的生物制品进口。比如，中国不能无故否决生物制品进口，要么提出否决理由，要么在20天内批准。美国希望中国开放服务业，尤其是金融、保险，关注人民币汇率。美国政府虽然没有把中

国直接定义为汇率操纵国，但是放言要一直观察。如果美元走弱还好，如果美元走强，人民币又会面临压力，这是未来的风险。中国希望美国放开高科技产品出口的管控，推进双边投资协定（BIT）。以上两点都不是美国乐意接受的，尤其在当前的美国国内恐外情绪上升期，美国也不会接受中国的基建投资。目前来看，中国也做出了一些让步，比如牛肉进口和服务业开放。但总体来说，在降低贸易不平衡的某些方面，中美都不会轻易做出让步，比如中国的转基因种子、美国高科技产品控制，可能短时间内不会有重大进展。

美国如果一年后发现贸易逆差下降其实不多时，可能会给中国施加更大的压力。无论如何，近期的风险排除了，中美双方走在合作的道路上。2018年有更多值得关注的事情。

张明：

汪老师讲了三个问题，美联储的货币政策、税改和中美贸易谈判。在货币政策方面，她的观点与程实类似。她更加担心美国扩张性财政政策的效果，对中美贸易谈判成果的判断也比较审慎。

陈兴动（巴黎银行中国首席经济学家）

第一，美国经济增长前景判断。美国经济的一季度增长开门黑已在市场预期中，但是一季度的增长数据仍弱于市场预期。美元指数没有如预期般强，因为特朗普效应在衰退，他的新政效果差于预期，同时世界其他主要经济体表现良好，美国经济增势不明显。所以逐渐削弱了市场预期。从增长角度看，与2016年的第四季度相比，机构对美国经济增速的预测普遍进行下调。我们法国巴黎银行对2017年经济增速的预测均有下调，从2.4%下调到2.1%。不过奇怪的是IMF却将美国经济增速从2.2%调高到2.3%。总体趋势是下调，不过具体的数字存在不一致。各机构也都预测2018年经济增速会有显著增长，法国巴黎银行目前的预期是2.6%，主要考虑财政政策的作用。目前市场上对财政政策的判断存在争议，比如美国学界有提议认为，财政政策应该逆周期，要等到2019年美国动能消失后再行推出。考虑到国会中期选举特朗普的连任诉求、美国的政治周期，特朗普政府的减税政策和积极财政政策不可能往后推，必须在2017年通过减税方案。等2018年中期选举，中间再有个适应过程，接下来是特朗普寻求连任，已经没有时间留给特朗普实施减税政策。2017年，特朗普一定会推出减税方案。税收的减免效果和积极的财政政策会对2018年的经济增长产生巨大推动作用，从预算赤字角度，可能会从2017年的3.3%上升到2018年的3.9%。由于财政政策

在2018年发力，那么2019年的政策推动作用预计基本消失。

美国4.3%失业率已经低于自然失业率水平4.8%，2018年可能降到3.9%，接下来再动员劳动力参与的空间不大。2019年，美国可能出现增长衰退，对此市场的看法也有争议。

第二，税收改革。边境调节税仅仅是一个噱头，特朗普政府需要一揽子减税措施，对于税改方案可能会有很多反对意见。如果边境调节税作为靶子遭到反对，就会抵消对其他税种的反对力量。公司所得税从30%降到15%的难度太大，可能性并不大，不过降到25%的可能性很大。其他政策比如对美国跨国公司在海外的现金储蓄征税，这是通过其他方面补回减税造成的财政收入缺口，以将联邦赤字控制在4%以内。

第三，关于美联储的货币政策，2017年美联储加息三次的判断非常明确，2018年可能加息四次。假如美联储预期2019年可能出现增长衰退，那么2018年的第四次加息行为可能会有所迟疑，与缩表要相配合。目前美联储的资产规模大约是45000亿美元。缩表有两个目标，一是回到传统的历史水平9000亿美元，二是降至30000亿美元左右。缩表有两种方式，一种是把没到期的债券在市场卖出，即主动缩表；另一种是债券到期以后，不再购买新的债券，即被动缩表。目前看，美联储会选择第二种方式的可能性比较大。缩表大约耗时三年时间，这就需要美联储政策保持透明度，公布资产的到期状态，跟经济运行与美国财政债券预算相配合。如果缩表过快，会出现双缩，而增加更多财政债券的市场销售，有可能上提债券收益率。这一过程与美联储的加息政策会产生怎样的匹配效果是个冲击市场的问题。这对2018年的美联储的流动性管理和资产价格管理是个挑战。2018年加息3~4次已经达成共识，不过关于时间上的分配，还要跟财政赤字以及美国债券发行相配合，这在目前还是不确定的因素。

一季度美元汇率明显低于市场预期。2016年底最疯狂的对美元指数的预测值是120，法国巴黎银行也曾预测会达到106。目前来看美元指数被大大高估。其中有三个因素。一是美国经济持续向上是奥巴马时代的遗产，特朗普当选后扩张财政政策的竞选承诺，使得经济向好的预期更大。而现在市场对特朗普100天来的行政效果大幅降低预期。二是没有预计到欧洲、日本和发展中国家的经济表现超预期，与美国的预期差缩小。三是全球主要经济体的货币政策溢出效应。比如日本货币政策发生调整，放弃了2%的通货膨胀目标，在年度预算中修改了每年购买80万亿日元财政债券的计划，不再追求日元贬值到128~130的目标。欧央行

的货币政策也开始改变量宽意向，恢复正常的退出量宽，拉高存款利率。对美元指数预期下调，其实契合目前的状态。

第四，关于中美贸易谈判。早期收获公布了十点，关键的是中美双方认可贸易不平衡是个问题，并愿意坐下来通过谈判解决问题。这是最大的成果。解决贸易不平衡有两种方法：中国希望做加法，美国希望做减法。美国一些经济学家认识到，减少从中国的进口，并不能解决美国本身对全球的贸易逆差，甚至会恶化逆差，不能从根本上解决问题。于是要求中国增加从美国的进口。中国希望增加高科技产品的进口。其实农业方面更多是政治考虑，对于解决贸易不平衡收效甚微。有报道称，中美签订牛肉进口协议，据测算，中国每年从美国的牛肉进口最多为100万吨，按照10美元每公斤的单价，贸易额大约100亿美元。美国对中国的贸易逆差，占美国逆差总量的42%~43%，总量达3500亿美元。这一逆差需要逐渐解决。

中国遇到的压力在汽车行业。2016年中国销售汽车总量大约3000万辆，但是整车进口不到4%。相比较而言，德国是汽车生产大国，其整车进口占到销量的30%以上。这就说明中国对整车进口设定了限制。比如要求合资公司才能销售。下一阶段，中国国内汽车生产能力本来已过剩，如果美国迫使中国开放整车进口，考虑到开放政策的公平性，全球的汽车将会涌入中国，对中国汽车行业将产生极大冲击。

既然美国不会向中国出售半导体等高精尖技术，中国则提出进口另外两个技术：一是污染控制、水净化、环境保护的技术；二是农业技术。

中美之间绕不过去的是贸易不平衡，中国对美国的贸易顺差占中国贸易顺差总量的45%，无论是加法还是减法，中美的贸易谈判的指向就是要压缩中美贸易顺差。当中国的贸易顺差在未来大规模减少时，经常项目的顺差会变小甚至变成逆差，这会对中国产生比较大的影响。

关于人民币，美国财政部在4月16日的半年全球货币评估报告中，隐含提出了两点：人民币兑美元不能贬值，但是在条件允许情况下人民币要升值。人民币不允许贬值，而中国又不愿看到人民币升值，所以人民币只能被动回到了重新钉住美元的制度，当然不是传统式的钉住，而是有浮动的逆美元波动的钉住。

张明：

基于对特朗普政府财政政策节奏的看法，陈老师所在团队下调了2017年美国经济增长的预测，上调了2018年美国经济增长与2018年美联储加息次数的预

测。他同时也提醒了中美两国在汽车行业面临的博弈。

殷剑峰（对外经贸大学金融学院教授、浙商银行首席经济学家）

补充关于美联储缩表问题的看法。美联储在危机后的资产负债表扩表，从资产端来看，主要是债务型证券，这包括两部分，一是国债，二是资产证券化产品。与2008年相比，国债的持有额增加了20000亿美元，而资产证券化产品也增加了18000亿美元左右。从资产端来看，财政部还有可能增加国债，因此缩表首先卖出的会是不符合常规货币政策操作的资产证券化产品。

从负债端来看，危机后美联储的扩张主要是银行准备金，这反映了银行回避风险的惜贷行为。负债端缩表需要降低银行准备金。在2013年9月份的高点，银行准备金占比高达60%，后来不断下降，到了2016年底降为40%。因此，负债端缩表的重点就是异常高的准备金率。

缩表的路径很清楚：资产端卖资产证券化产品，负债端减少银行准备金。从资产端来看，2008年之后，资产证券化市场在萎缩，美联储资产负债表新增的1.8万亿资产证券化产品，并非危机后新发行的产品，而是购自其他机构的存量“两房”债券。美联储能否卖出这些债券取决于资产证券化市场能否恢复正常，这又取决于美国住房按揭贷款市场能否恢复正常。从负债端来看，要思考的问题是，银行为什么会将那么高的准备金放在美联储？银行为什么不将多余的资金用于放贷？从1980年代以后，美国商业银行的业务模式非常简单，60%为居民贷款，而其中的80%~90%是按揭贷款。危机后银行的存款准备金率高企与房地产泡沫崩溃和居民按揭贷款下降有关。目前美国的房地产市场也已达历史新高，新房销售价格已经超出2008年的次贷危机之前的水平。奇怪的是，在房地产市场价格达到历史新高的背景下，美国居民的按揭贷款依然没有恢复到次贷危机前的水平。这一方面说明，与次贷危机前相比，当前房地产市场的上扬不是由负债推动，而是有比较扎实的经济基本面；另一方面，也说明美国的按揭贷款和资产证券化市场还没有回到次贷危机前的水平。

美联储最终能否真正缩表，主要看美国民众是否愿意借贷买房，资产证券化市场能否回归正常状况。随着美国经济的持续好转，下一个热点就是美国的房地产市场，这是美联储缩表的宏观基础。

张明：

剑峰老师的视角非常新颖，他分析了美联储缩表的掣肘因素。他认为只有美国房地产市场继续往上走，带动居民住房信贷增长，美联储缩表才会比较顺利。

但他的分析是以美联储主动缩表为前提的。如果美联储仅是被动缩表，就没有这么麻烦。

何帆（北京大学汇丰商学院教授）^[1]

特朗普当选美国总统可谓2016年全球范围内最大的黑天鹅事件。特朗普总统上台之后推行了一系列出人意料的政策，也遇到了国内政治的巨大阻力，对全球政治经济局势产生了重大影响，亦使得中美关系更为错综复杂。我将分析特朗普当选之后美国政策的变化趋势、中美“习特会”后取得的成就，并为中国未来可以采取的政策提出建议。

（一）特朗普上台后的政策变化

特朗普总统上台以来实施了一系列出人意料的政策，为全球政治经济带来了诸多不确定性。在1月27日正式就职当天，特朗普就签署第一道行政命令，叫停“奥巴马医保”计划。三天后，特朗普签署行政命令，正式宣布美国退出跨太平洋伙伴关系协定（TPP）。随后，特朗普又签署了一份名为“阻止外国恐怖分子进入美国的国家保护计划”的政令，规定在90天内禁止伊拉克、叙利亚、伊朗、苏丹、索马里、也门和利比亚等七国公民入境美国，简称“禁穆令”。4月26日，特朗普政府公布新税改政策草案，大幅度削减个人所得税税率、企业所得税税率：将原先的七档个人所得税税率简化为三档，将“标准抵扣”额度翻倍，并将企业所得税税率由35%大幅削减至15%。5月中旬，特朗普政府正式通知美国国会有关启动北美自贸协定重新谈判（NAFTA）的意向。6月，特朗普在白宫宣布，美国将正式退出应对全球气候变化的《巴黎协定》，成为世界上仅有的三个未参与巴黎气候协议的国家之一。

特朗普的强势态度与雷厉风行的举措让国际社会瞩目，但在实际推进这些政策时，却遭遇不少挫折。首先，“禁穆令”被判违法。2月3日，美国西雅图西区联邦地方法院法官罗巴特判决美国总统特朗普的“禁穆令”违宪，应在美国范围内暂停实施禁穆令。3月6日，特朗普颁布了新版禁穆令，除在名单中去掉伊拉克外，其他内容均未改动。就在新版政令生效日前后数小时，夏威夷与马里兰州的两位联邦法官又分别以歧视穆斯林、违反宪法为由冻结该禁令在美国全境执行。此后，美国联邦第四巡回上诉法院维持了马里兰州的裁决。其次，推翻奥巴马医保提议受阻。3月24日，共和党人曾尝试在众议院推动《美国医保法》草案

[1] 合作者谢怡然对本文亦有贡献，特此致谢。

投票，但因共和党内温和派与保守派对该草案存在严重分歧，最后撤回了该草案，这被认为是特朗普在党内遭遇的重大失败。4月29日特朗普再次推动医改投票，但仍因无法获得足够支持而放弃。5月4日，第三次修改后的医疗法案终于以微弱优势在美国众议院获得通过，将被移交参议院审议，但仍然前途未卜。再次，减税方案困难重重。减税方案对特朗普的重要性不亚于全民医保对奥巴马的重要性。从表面上看，特朗普遇到了较好的时机。共和党一直希望推动减税，而共和党目前在参众两院都占据多数席位。与此同时，特朗普也可以通过基础设施建设方案与民主党达成政治交易，换取其对减税方案的支持。但实际上，由于特朗普减税方案会带来较大的财政赤字和债务压力，在共和党内都会遇到严重的阻力。按照特朗普最初的设想，是希望通过取消奥巴马医保减少财政支出，再通过征收边境调节税（BAT）增加财政收入，以此支持其激进的减税方案，但是，取消奥巴马医保会有巨大的政治阻力，而像沃尔玛这样的美国公司强烈反对征收边境调节税，所以特朗普政府仍未将征收该税提上议事日程，这就使得其减税方案势必产生巨大的财政赤字和债务压力，并会因此遭到各方反对。最后，退出《巴黎协定》引起各国及美国国内各方的强烈反对。德、法、意三国于6月1日发表联合声明，表示三国对美国决定退出巴黎协定感到遗憾。包括英特尔、惠普、特斯拉在内的众多高新技术公司也对特朗普退出《巴黎协定》的决定提出批评。特斯拉汽车公司首席执行官（CEO）马斯克与迪士尼CEO罗伯特·艾格更是选择退出特朗普的顾问团队以示抗议。

剖析特朗普政策难以推行的原因，主要来自三个方面。其一，白宫与美国国会之间的矛盾。共和党内的主流力量并不完全认同特朗普的政策，而民主党更是极其反对其政策主张。特朗普在党内和国会两边都难以争取到足够的支持，无法有效控制议会议程。其二，特朗普班子中派系分裂严重，稳健派和激进派之间斗争激烈。稳健派以副总统彭斯、国务卿蒂勒森、国防部长马蒂斯、财政部长姆努钦等为代表，而激进派以竞选顾问康威、高级顾问班农、发言人斯派塞等为代表。激进派的意识形态主张更为极端，但与特朗普关系亲近，很多极端政策就出自激进派手笔。稳健派比较务实，在处理中美关系、朝核问题等政策上保持了克制。就目前形势来看，两派互相争斗，尚未看到最终结局。其三，政府内部缺乏合作。特朗普任命的内阁成员缺乏从政经验，遭到内阁提名的否决票数史上最高，目前仍有副部长、驻外大使等众多重要岗位等待参议院表决通过，人事选任过程前路漫漫。此外，特朗普任命的官员多是华盛顿的“外来人”，不熟悉政府

机构的运作程序，各部门高层官员和中低层官员之间存在着文化冲突与利益冲突。在最近引发巨大震荡的“通俄门”事件中，调查显示信息泄露不仅来自联邦调查局（FBI）和司法部，也来自白宫内部，这表明政府内部对特朗普的不满。以上三个方面，成为制约特朗普的掣肘，其政策主张推行将面临重重阻碍。

（二）“习特会”后中美经贸关系的变化

2017年4月6-7日，习近平主席应邀前往美国佛罗里达州海湖庄园，同特朗普总统举行会晤，简称“习特会”。本次会晤启动了新形势下中美全面经济对话机制，就中美经贸关系中扩大务实合作、相互开放市场、两国经贸关系平衡发展等问题进行磋商讨论。其中，取得的最大成果是中美之间同意展开经贸谈判“百日计划”。截至6月，该计划已在农贸、金融、投资和能源等领域取得颇多早期收获，例如农贸方面，明确百日内实现美国牛肉来华和中国熟制禽肉获准进入美国市场；金融方面，允许在华外资全资金融服务公司提供信用评级服务，并允许两家美资银行获取银行间债券市场债券承销牌照和结算资格。

自“习特会”后，中美经贸关系明显缓和。美国总统特朗普在竞选期间曾激烈抨击中国贸易行为，威胁要对中国进口商品征收45%的惩罚性关税，并且指控中国为“汇率操纵国”。特朗普刚刚当选总统之后，和台湾“领导人”蔡英文直接通电话，引起轩然大波，中美关系一度跌至冰点。“习特会”后中美关系略有好转，已经重新回到正常轨道。“习特会”后，特朗普在接受采访时表示将不会给中国贴上“汇率操纵国”的标签。此外，特朗普也强调了中美双方在朝鲜问题上达成的共识。双方一致认为朝鲜核武项目已处在非常危险边缘，并商定加强合作遏制朝鲜核武研发项目。

但是，未来并不能排除中美关系再度恶化的可能性。首先，中国仍是美国的最大贸易逆差国。据美商务部数据显示，2016年全年中美贸易逆差虽然较上年有明显回落，但仍达到3470亿美元，接近美国贸易逆差总额的七成。自金融危机后，美国的贸易政策基调从强调“自由贸易”转向“公平贸易”，意在重塑全球贸易框架中的“规则优势”，因此仍然会就贸易失衡对中国施加压力。譬如当前美国正在制定的一项针对外国企业的不公平产品倾销调查的政令，或将大幅提高对中国包括钢铁、铝、家电等一系列产品的进口关税。其次，在汇率问题方面，美国放弃对中国采用“汇率失衡”标签，转而改用新词“汇率失调”（currency misalignment）。这一提法更加模糊，当一种货币不在正常估值范围内时，就会出现失调情况，而成因除了由人为操纵还包括众多非人为因素。美国政

府可能继续借此问题发挥，对中国施加各种压力。

长期以来，经贸关系是中美关系的“压舱石”和“推进器”，只要双方在经贸领域加强合作、管控分歧，在中美之间由于人权问题、安全问题出现摩擦时，经济上的利益合作都能成为缓解矛盾的“润滑剂”。但自金融危机后，美国转而推行民族主义与保护主义的经济政策，特朗普当选后更是将中国视为主要的竞争对手，这使得中美经贸关系本身可能会成为新冲突的策源地，为处理双边关系带来了新挑战。

（三）中国未来采取的政策

树欲静而风不止。中美关系中可能遇到的不确定性并不来自中国，而是来自美国。由于特朗普总统当选后美国的政策走势更加扑朔迷离，对中国而言，最关键的选择是要稳住阵脚，切实从本国利益出发，稳步推进改革开放的步伐，并积极主动地寻找化解中美经贸摩擦的有效措施。

第一，中国应当建立出口产品预警体系。应紧密观测中国向美国出口的产品，当市场份额占比较大或出口增速较快时，及时启动预警方案。以钢铁出口为例，中国2016年出口美国产品约118万吨，仅占美国进口钢铁产品量的10%，但由于出口增速过快，引起美国人的强烈反对。2016年中国钢铁产品成为中美贸易战的重灾区，近50%的贸易救济案件都是针对中国钢铁产品。通过建立一套出口产品预警体系，能够对潜在的中美经贸冲突未雨绸缪，规避美方对中方的制裁，在中美经贸关系中掌握主动权。

第二，加强中美在投资领域的合作。这包括推动中国参与美方在基础设施工程建设等方面的投资，鼓励中美双方在全球范围内开展合作投资，欢迎美国在“一带一路”框架下与中国一起加强对沿线国家的投资。“一带一路”沿线国家的开发前景极其广阔，将为中美投资合作带来难得的历史机遇。双方加强合作，不仅可维护双方经贸关系平稳发展，更能开拓沿线国家市场，形成双赢、多赢、共赢的局面。此外，中国应当适度调整外资投资政策。当前外资企业对中国的营商环境抱怨较多，认为在国家安全、自主研发、政府采购方面受到的约束越来越大。当前外国投资仍然是中国经济增长必需的重要力量。引进外资不仅有利于稳定外汇储备、学习外国先进的科技与管理技术，还能利用外资企业的话语权改善中美关系，意义重大。因此，创造公平竞争的环境、消除负面清单的限制措施、开放外商参与中国标准的制定、赋予外商在资本市场的“国民待遇”，都应成为未来调整的重点。

第三，加快以出口拉动转向依靠内需的经济转型，寻找适宜的时机落实和深化开放型经济体制改革。比如，可以对出口退税制度进行优化和调整。2003年出口退税率定为5%、8%、11%、13%、17%五档，自全球经济危机爆发后，为了刺激出口以及配合供给侧改革，出口退税税率进行了多次调整，税率较为复杂且不稳定，影响了企业的经营决策和长期计划。此外，退税过程繁琐，退税周期较长，给企业带来资金压力。对出口退税适当的简化和降低，能够进一步优化对外贸易结构，推动企业升级换代。又比如，可以通过降低进口关税、奢侈品税等，鼓励居民从海外购物转变为在国内进口消费，有利于减少中国的贸易失衡，改善国内消费环境，并可以利用中国巨大的国内市场增强在国际经济谈判中的地位。此外，在非关税壁垒方面可以提高效率，提高通关的便利化，不仅能为居民带来切实的利益，也有助于落实政府反复强调的简政放权。

最后，加强中欧合作或将成为缓解中美关系问题的切入点。自“一带一路”倡议提出以来，中欧合作加速推进。6月初李克强总理访欧，增进了中欧之间共识，增强了合作意愿。以德国为核心的中欧合作正在日益深入，双方就拓展和充实中德全方位战略伙伴关系合作内涵达成一系列新的合作倡议。此外美国政策的回撤，诸如特朗普宣布退出《巴黎气候变化协定》的做法，使美欧关系进一步恶化，也为中欧倡导全球治理、引领全球发展模式转型打开更广阔合作的空间。建议利用这一有利时机，启动与欧洲的双边自由贸易协定、双边投资协定的谈判。中欧之间的合作不仅不会损害中美关系，反而有助于打破僵局，建立一个更为良性的制衡机制，通过不断深化的中欧合作，促进中美经贸关系回归正常轨道。

张明：

何老师的发言，想必大家听了都很有感触。无论分析美国经济形势、中美博弈，还是中国经济形势，除了经济学的视角之外，我们还特别需要政治经济学的视角。

张明：

在分析了美国经济前景之后，我们现在转入对中国经济现状与前景的讨论。我也提出五个学界与市场关注的问题，供大家参考。第一，始于2016年下半年的企业补库存周期是否已经结束了？第二，2016年的供给侧结构性改革产生了一些行业冠军，特别是上中游的国有企业盈利显著增长，这是否会催生新一轮产能周期？第三，如何看待房地产市场的未来走势？2017年第一季度三四线城市的房地产火爆，是否由此开启新一轮周期并延缓房地产投资的回落？第四，关于

当前的金融强监管，一行三会的相互协调似乎不够，力度是否过猛？如此强的金融监管之下，中小企业融资难是否会加剧？中小金融机构会否出现较大面积违约？金融强监管未来会延续还是放松？第五，2017年年底十九大即将召开，十九大之后的结构性改革将会如何铺陈开来？

张斌（中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员）

我简单报告一下对短期和中长期的看法。

未来几个季度会有周期性行业下行趋势，经济趋冷。对于2017年的经济，市场上较多的共识是前高后低。这种看法在2016年就比较多了，2017年一季度的数据好于预期，有人提出新周期的概念，但是后续的数据不给力，新周期的声音在变弱。前高后低的判断依然成立。

看中国的宏观经济变量，比如房地产、汽车销售、库存，在过去十多年存在很明显的周期性变化规律。市场上对2017年经济前高后低的短期预测，很大程度基于的是过去周期变化规律的延伸。以房地产、汽车为代表的周期性产品销售增速的高点，其实在2016年已经实现，现在处于缓慢下行期。再看价格变量的增速高点，比如生产者价格指数（PPI）和大宗商品价格，高点也已过去。目前采购经理人指数（PMI）的数据还较高。

这一轮周期与过去几轮周期相比的主要异常在于，销售、价格、产出和利润在时间上的领先和滞后关系，与过去有所不同。工业增加值、利润、PMI这些数据的高点相对滞后了一些。这可能与房地产有关。过去的周期，销售之后是价格和投资；而这一轮周期的特征，销售从2015年的低点开始上行，在很长的时间内投资并没有及时跟进，房地产投资上行滞后了两个季度。相对于过去的周期性变量的时间，投资起步略滞后。如果房地产投资滞后，那么企业利润、工业增加值都会受到相应影响，表现相对延后。这些情况并不改变周期性行业变化的总体特征。

2017年尽管是前高后低，但我对接下来一两个季度的判断并不悲观。原因在于，虽然增速下降，但是水平值并不太低，在下降通道的上半场，企业利润和销售不会太差。根据过去周期性行业调整的规律，增速低点可能出现在2018年中期，而价格水平的低点会更晚一些。

中长期判断更加乐观。对于中长期，听到了很多悲观的声音，比如说改革滞后、债务问题压力等等。判断中长期的增长前景，根本的还是要落在生产率。对于处在赶超阶段的中国，生产率提高的关键在于产业升级，这是判断未来经济增

长的主线。产业升级抑或生产率提高方面，有很多证据可以证明好于预期。其一，创新指标。魏尚进等人研究发现，中国的研发投入占比超过OECD国家的平均水平，中国研发、专利等快速增长，中国在美国注册的专利数量和增长速度高于在本土的水平，专利的质量也在提高。其二，产业集中度。过去几年在私人制造业领域，存在大量的淘汰过程，行业集中度大幅提升，在市场竞争中存活至今的企业，都是相对而言效率较高的企业，总体效率也因此提升。其三，国产品牌的崛起。比如手机和汽车行业，国产手机品牌在市场竞争中脱颖而出，国产汽车品牌如吉利、长城、广汽、长安等市场份额也在快速提高。一台汽车由一万多个零部件组装而成，足以说明整个装配制造业的整体技术提升。其四，出口附加值率提高。观察出口企业，出口产品的附加值率快速提高，进口中间品被国内制造业取代。

以上证据显示，中国制造业的产业升级向好。在中国，制造业部门是私人部门主导，在高度开放的市场环境下充分竞争，此外中国还有独特的市场规模优势。制造业能做好不奇怪。

如果一国的制造业达到国际中游水平，却还不是高收入国家就很奇怪了，因为高收入国家基本上和工业化国家之间画等号。高收入国家的门槛并没有那么高，按照目前的汇率12000美元多一些，跨过这个门槛还需要几年时间，不过不会超过2025年。如果按照购买力平价计算，中国与高收入国家的差距更小。中国未来的增长前景不差，这是乐观的一面。

还有不太乐观的一面。进入高收入国家并不一定代表美满幸福的生活。中国工业部门效率虽然提高，但是相对于目前的收入水平，对工业品的需求慢慢趋向饱和。中国居民对主要工业品的需求收入弹性均在下降，都已经低于1，意味着需求速度低于收入增长速度。未来真正能改善生活福利的是人力资本密集的服务业，比如医疗、教育、文化、娱乐、体育等产业。这些产业需要重大改革，而改革需要重大的观念调整，需要从物质价值观向后物质价值观转换。儿时的成长背景，会影响一生的价值观，已成形的价值观要转换需要很长时间。人力资本密集型服务业的改革任重道远，要花费很长时间。经济仍在增长，但是生活福利的改善不及过去那么明显。不要期望短期内有太大突破，价值观冲突还没有到非解决不可的时候。随着人口结构的变化和价值观力量对比的变化，以后会有机会，要耐心等待十年的观念调整。

张明：

张斌讲了三个问题，短期下行，中期不悲观，高收入并不一定意味着幸福感。顺便插一句，我近期在吉利汽车进行了调研，的确感受到了震撼。近年来吉利车的外观与欧美汽车的差距显著缩小，而且在发动机与变速箱方面也掌握了核心技术，在杭州湾的研发中心有几万人的研发工程师。

殷剑峰：

现在市场上关于流动性有很多看法，最近我做的研究是中国资金存量。众所周知，美联储的资金流量表数据勾勒了美国金融体系的运行脉络，中国的央行和统计局的相关流量表格滞后两年，且很多新型工具并未包括其中。我的研究数据是滞后一个季度。而我在近期的研究中统计了政府、居民、企业、央行、银行、非银行和国外等七个部门的相互资金关系，得出了有意思的结论。

不包括理财和权益类产品，资金存量就是货币和信贷工具。中国目前还是银行主导型，从资金来源看，主要是银行存款，占比43%，而资金运用的47%还是银行。从2011年开始，金融部门的资产端和负债端的加杠杆现象明显。从净金融投资的净资金来看，以2012年为分界点，最大的资金净运用部门从国外部门转为国内企业，这里的企业部门统计包括地方政府在内。从净资金供给来看，非银金融机构向全社会提供的净资金早已超过银行，居民净存款从2012年开始下降，这对应于2011年居民储蓄下降。从全社会来讲，储蓄是主要的资金供给来源。资金的供求关系发生深刻变化，由此决定了市场均衡利率处于上升通道。从金融部门和非金融部门的关系来看，国外部门净融入资金，国内金融部门是资金的创造方。将国外部门从金融部门中扣除以后，2011年之前国内非金融部门略有净资金盈余，而金融部门略有净资金亏缺。2011年之后，情况发生了根本转变，国内非金融部门的资金缺口在拉大，资金来源主要依靠国内金融部门的信用活动。银行的居民储蓄存款占比下降，这一方面是银行同业市场业务的发展结果，另一方面也反映了银行的不得已，因为以往吸收存款、发放贷款的模式难以为继。从资金运用来看，银行对非银行金融机构的占比上升明显，反映了银行同业业务的发展过程。

非银行金融机构已经是最大的净资金供给方，而非银行金融机构的来源主要还是银行。非银行金融部门的资金运用在2009年和2011年有两轮明显的上升，分别对应的是四万亿刺激和宽松货币政策突然变紧的背景。在企业部门的资金来源上，从银行的来源下降明显，非银行份额上升，这里包括债券、信托、同业。

由此导致广义货币早已不能反映全社会的融资规模。 M_2 与银行负债的比值， M_2 与全社会资金的比值都有下降。存款在居民部门和企业部门相互转化，导致 M_1 发生剧烈变化。

目前市场利率上升非常快，这与金融去杠杆有着密切关系。金融去杠杆有些过度，银行资产增速相对于 M_2 的增速自2016年以来下降非常明显。进一步来看，银行对其他金融性公司融资，即对非银行金融机构的债权，2016年之前持续上升，最高的同比增速达到80%，现在跌到了20%。即使没有一行三会的去杠杆政策，金融去杠杆本身已经非常之快。就非金融部门总体来说，企业部门降杠杆，中央部门稳杠杆，地方政府和居民部门加杠杆。债务置换是地方政府杠杆率上升的主要因素。如果从2016年一季度开始宏观审慎评估体系（MPA）考核，商业银行就无法将地方政府债务置换空出的额度再用于信贷投放，整个非金融企业的杠杆率会下降更快。如果进一步限制贷款增速，杠杆率下降幅度会更大。事实是2017年一季度，MPA才纳入考核指标。按照目前的格局，非金融企业去杠杆的速度会比预期得更快。因此，非金融企业去杠杆在中国已经不是主要矛盾。

我同意张斌对于中国经济中长期增长前景的看好判断。可是现在的主要问题是金融部门的强力去杠杆有可能引发额外的风险，并牵连实体部门。可以看到，非金融部门资金来源的不到60%是信贷，过度去金融的杠杆有可能导致实体经济部门失血，并引发金融风险。以银行理财为例，2016年第三季度的资金规模大约是25万亿元左右，分布的状况是国有商业银行9万亿元，全国性股份制银行11万亿元，城商行3.74万亿元。与各类银行的资产相比，理财占比最高的是城商行，其次是股份制银行。打压理财会对市场产生非常重大的影响，几乎涉及股市、债市、期货市场等所有的市场。同时，理财资金的期限短，开放式11.26万亿元，封闭式15.02万亿元，在封闭式理财当中一年期以内的占比90%，因此理财的流动性非常紧。从目前情况看，还没有出现机构破产倒闭的现象，但是2017年下半年需要密切关注中小金融机构的经营状况。

汪涛：

政府2016年以来不断加强监管，主要目的是要遏制杠杆上升过快、控制金融系统风险。2016年年中以来，一行三会都在不断出文加强监管。2017年初以来，随着央行MPA框架纳入银行表外理财、银监会连连发文控风险，才引起股市的高度关注。根据我们估算，由金融机构贷给实体经济的整体债务，也就是通常所说的经济里的杠杆在2016年末达270%多，其中影子信贷占到1/3，相当于

GDP的80%~90%。影子信贷量非常大，而且有许多其实是银行资金，层层嵌套，潜藏着风险。影子信贷的一个风险就是，由于金融媒介不是通过传统的央行可以把控的方式而是影子信贷的方式，那么等到出了流动性问题，央行就难以很快知道该给什么机构流动性、如何给。因为传统的大型商业银行并不缺流动性，出问题的是下面的其他金融机构。

强化监管是对过去金融自由化和金融市场化改革的步子过快、实体经济改革和监管不到位的修正。金融方面的市场化改革使得一行三会有激励深耕自己的一亩三分地，影子信贷（银行贷款和国债之外的信贷）已经高速发展，银行间同业把很多非银行金融机构、非存款金融机构都搅在一起。亡羊补牢的过程可能会有痛苦，因此肯定会造成市场动荡。而在市场动荡之后，央行一定会在遇到问题时释放流动性。因此这对实体经济的影响不会过大，但对金融市场的影响比较大。

至于市场担心的监管是否过度，我认为强化监管的力度会不断择机调整，类似于汽车的ABS刹车，猛地一脚踩下去自然不行，只能点刹。所以监管力度的二阶导数会不时调整，但是强化监管的方向不会发生改变。去杠杆的大方向刚启动，会有不断调整，央行也在配合增加短期流动性的管理，使得一行三会的出台政策不会过于叠加。杠杆债务问题是中国中长期内宏观金融方面最大的风险，因此去杠杆的趋势对于中长期属于利好。

当然，强化监管的过程短期可能带来超调风险。首先是各监管部门监管竞争而协调不够带来的叠加效应。之前各监管机构积极促进各自的行业发展，监管不到位，现在各部门积极响应中央号召，都加强监管，这种竞争容易产生叠加效应，需要更高层统筹协调，尤其是需要央行确保在金融系统去杠杆的过程中，流动性平稳适量，而不是过紧。

另外，我们认为监管层对于影子信贷的规模，以及监管对影子信贷的影响都没有很好的把握，因此很可能出现超调现象。我们货币信贷的目标是 M_2 和社会融资规模增长12%。但是 M_2 和社融都不是现阶段很好的衡量指标。 M_2 只是银行存款，没有统计到高速发展的类货币的各种理财产品；社会融资没有统计到有些投向实体经济的影子信贷，也没有对地方政府债务置换进行相应调整。如果考虑到这些因素，那么2016年实际社融增长16%，而不是官方的12.3%，整体信贷增长则高达17%以上。而2017年强化监管，最受影响的是影子信贷部分，所以实际的社融也可能会降到12%~13%左右，那么2016年到2017年的调整将远远大于官方数据的显示。

受影响较大的部门通常是不容易拿到银行贷款、不容易发债的产能过剩行业以及房地产、大宗商品、煤炭钢铁等周期性行业。此外，财政部加强地方平台债的监管，有可能会影响基建。如果影响到了基建和实体经济，监管会相应放松。监管对实体经济的过猛影响不会持续太久，否则会影响经济增长目标的实现。但是金融市场享受了多年的低利率和超宽的流动性，肯定会产生各种反应。这是个适应过程，可能会有小的金融机构出现流动性问题。问题的根源可能不是实体经济债务人的财务状况恶化，而是持有债权的金融机构的多次加杠杆需要平仓而引发流动性问题。或者，原来已经出现坏账但是被各种影子信贷掩蔽了，现在更容易暴露出来。

有种说法认为，金融原来是“脱实向虚”，现在要“脱虚向实”：之前资金在空转，金融机构之间花招频出，资金没有流到实体经济；如果控制层层嵌套，减少资金空转，就会有更多资金流向实体经济。对此我不太赞同。金融机构的花招，通过信托、非标等方式的嵌套，都是为了掩盖最后流向实体经济高风险的一笔资金。转了四五圈，可能最后只有一笔流向实体经济。可能金融部门去掉五层嵌套，仅影响实体经济的一笔资金，因此对实体经济的增速影响不大。但是金融与实体经济杠杆一定是正相关的，打压金融杠杆并不意味着实体经济融资会增多，更有可能是“虚”、“实”资金都下滑。

陈兴动：

第一，对于经济形势的判断。我同意张斌的判断，中长期而言中国经济增长远未到顶，增长空间仍然巨大，还有很多路要走。中国未来的经济增长动能在于工业化升级、城镇化（2016年宽口径计算的城镇化率是57%，而日本在1980年代达到63%）和地区平衡发展以及新技术新经济，它们将会支撑中国经济保持中高速增长。

关于短周期增长。中国一季度的经济增速是6.9%，虽符合预期，但令人惊讶的是3月份工业增加值却上涨到7.6%。从均值6.8%上涨到7.6%，如何持续？从产出和支出两个角度来看，一季度的经济增速已经到顶，而且不可持续。2017年出乎意料的增长动力是出口，一季度出口增长8.2%，而2016年全年出口增速为-7.7%，由此拉高了工业增加值的增速。得益于美国没有发动贸易战征收高关税，中国得以赶上全球贸易的反弹期。再回到固定资产投资，基础设施投资快于预期，房地产投资是滞后项，从PMI看库存投资增长较快。以上因素都很难持续。

如果经济增长下行，会遵循怎么样的曲线轨迹呢？强力去杠杆和金融调控可能会成为恶化经济增长的下行压力。关键的担心点在于政府能做到的程度。4月25日中央政治局的集体学习，关注点是金融调控，这是以往不曾出现的情况，专门以金融调控为主题进行集体学习。中央对于金融风险高度重视，一行三会面临前所未有的压力。先排查，再纠正。证监会甚至提出关闭通道业务，后来又表态不是关闭通道业务。通道业务的规模达到三四万亿，此举带给市场巨大的压力。我所担心的是发现问题往往是滞后的，行政调控总会导致出现张扬的曲线调整，或者太紧或者过松。这种状态于经济增长有害。

第二，实体经济已经下行，关于强力去杠杆的进程，我担心的是金融领域风险的程度能否承受。中央政府将面临两难境地，一方面如何宏观战略上保持定力，另一方面又平衡风险调整和经济金融稳定。

程实：

我同意前面几位老师的判断。《金融与国家安全》一书出版于2015年10月份，关注的就是金融安全。之所以强调国家金融安全，核心是因为中国的经济和政治社会最重要的是执政稳定性，即最广大人民群众的根本利益。

中国目前处于金融分业监管、准混业经营的状态，系统性风险较大，2015年的股灾影响至今仍未消除。单看杠杆率并不很高，但是中央关注是因为很多杠杆率的形成处于监管之外，目前的监管体系对此无能为力。当前的国家金融安全、加强金融监管的核心在于去杠杆，这是三去一降一补的重要抓手；其次，去杠杆是把控系统性风险的重要环节，属于系统性风险管控的压力测试。实际上是在测试能否做到政策协同。单纯去杠杆可能会有风险，如果去杠杆辅以金融监管的协同机制尝试，效果会好一些。去杠杆不是为了降低中国债务率。全球债务率最高的日本和第十位的美国，整体债务风险都很低。其实，中国的主权CDS风险也很低，我的个人判断是中国没有太大的债务风险。但是中国有系统性风险管控问题，而且事关政府的执政能力。

因此，去杠杆是系统性风险管控的重要环节，这是一个强力而审慎的过程。

杠杆的形成，很多情况下是为了规避监管而非新的尝试。我在地方银行任职过两年行长，信贷业务的一个考虑是监管约束。在中国的杠杆形成过程中，伴随着规避监管的目的。去杠杆是压力测试，也是达到解决协同监管力量不足的目的。去杠杆是非常坚决的方向。

去杠杆还是会受到稳增长的挑战。2016年12月份的中美经济研讨会上，讨

论过很多关于中国经济的问题。中国正处在短周期反弹叠加长周期下行的过程，因此去杠杆也会面临6.5%经济增速的挑战。关于中国货币信用的评论，目前中国人民银行的货币政策是稳健中性、不松不紧，我们的理解是短期不松、长期不紧。短期伴随去杠杆的过程，货币市场利率上行不可避免，而在稳增长的目标下，基准利率政策会整体偏松。

在2016年12月份的会议上，我们花大篇幅讨论人民币汇率。在关于人民币汇率的讨论中，分成明显的两派，一派支持逐步放开汇率，在汇率市场化方面做出一些牺牲，忍受短期阵痛；另一派认为短期阵痛不可忍，预期管理很重要。2017年年初人民币的走势分成两个阶段。一是春节前的自身力量稳定人民币币值，这为人民币赢得了主动。二是春节后的美元帮忙。人民币在年初努力了一把，之后便有美元的帮忙。人民币目前处于非常惬意的状态，由于人民币兑一揽子货币高估，在美元走弱时，只要人民币相对美元保持稳定，就能对一揽子货币实现高估压力缓解的状态。国际清算银行（BIS）公布的人民币汇率，也是有相对较大的下降。目前人民币的局势非常舒服，一方面兑一揽子货币的高估缓解，另一方面没有破七的担心。

这是人民币国际化的很好铺垫。人民币汇率稳定和人民币国际化存在跷跷板的效应，没有汇率的稳定，就无法推进人民币国际化，前者是后者的前提。在当前人民币的惬意状态下，如果美元继续帮忙，汇率稳定运行，那么人民币国际化的推进前景可待。目前人民币资本管制政策在逐渐松动，从政策松动到实际的流动增加还有段距离，至少人民币国际化的状况好于前两年，这很大程度上得益于人民币的币值稳定。

张 明：

时间过得很快，我们今天就美国经济与中国经济展开了新一轮讨论，同样达成了一些共识，但依然存在分歧，或许这就是经济学的“新常态”。感谢中国世界经济学会与《国际经济评论》的支持。我们以后将按照每半年一次的节奏，继续举办美国经济与中国经济的研讨会。欢迎大家持续关注并踊跃参加。谢谢！